

La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger

En 2003, la France a connu une diminution significative du solde de sa position extérieure. En valeur de marché, le solde diminue de 20,6 milliards d'euros, revenant de 125,3 milliards en 2002 à 104,7 milliards à fin 2003 (soit 6,7 % du PIB). En valeur comptable, le recul est plus marqué (– 74,7 milliards) puisque le solde s'inverse et revient de 9,4 milliards d'euros en 2002 à – 65,3 milliards (4,2 % du PIB) à fin 2003. Cette évolution reflète, pour l'essentiel, l'impact de la dépréciation des devises sur la valeur des investissements français à l'étranger. Compte tenu du faible niveau du solde cumulé de transactions courantes et du compte de capital en 2003, les flux de balance des paiements n'ont eu qu'un effet très marginal (2,4 milliards d'euros).

Les créances de la France à l'étranger — dont une part importante est libellée dans des devises qui ont sensiblement baissé par rapport à l'euro — se sont nettement dépréciées. En revanche, l'influence du taux de change sur les engagements vis-à-vis des non-résidents, libellés essentiellement en euros, a été de ce fait très limité. Au total, l'évolution des cours de change sur le solde de la position extérieure en valeur de marché (– 67,9 milliards d'euros) a été partiellement compensée par l'effet positif des variations des cours boursiers (44,9 milliards).

Au sein des investissements directs, les prêts entre affiliés et les investissements immobiliers des étrangers en France continuent de progresser fortement. Les investissements de portefeuille connaissent des évolutions très dynamiques : les résidents procèdent à des achats record, tandis que les acquisitions nettes d'obligations françaises par les non-résidents atteignent un niveau exceptionnellement élevé, leur retour sur le compartiment des actions traduisant, par ailleurs, un intérêt marqué pour le marché français.

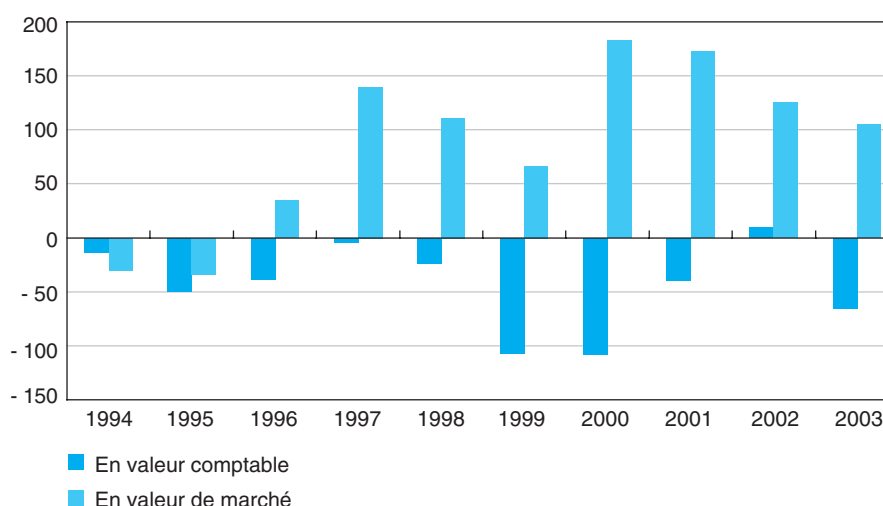
Pôle position extérieure
Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

1. L'évolution de l'euro et des cours de bourse explique l'essentiel de la réduction du solde de la position extérieure

À fin 2003, le solde de la position extérieure s'établit à – 65,3 milliards d'euros, après 9,4 milliards d'euros à fin 2002, avec une valorisation des investissements directs en valeur comptable, et à 104,7 milliards, après 125,3 milliards, s'ils sont valorisés au prix de marché. L'écart entre ces deux évaluations tient au mode de valorisation des capitaux propres dans les stocks d'investissements directs.

Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



La baisse du solde n'est que marginalement expliquée par l'évolution des flux financiers avec l'étranger, dans la mesure où ceux-ci sont quasiment à l'équilibre : en effet, les flux sortants des autres investissements compensent globalement les flux entrants des investissements directs, de portefeuille et de produits financiers dérivés.

En revanche, les modifications des prix des actifs financiers ont eu un impact important sur la baisse du solde de la position extérieure.

Ainsi, l'appréciation de l'euro par rapport aux devises étrangères est à l'origine d'une baisse de 67,9 milliards d'euros du solde, dont 50 milliards au titre des investissements directs et seulement 7 milliards à celui des investissements de portefeuille.

En effet, le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents est composé à 80 % de titres émis en euros, alors que les investissements directs français à l'étranger sont pour près de moitié réalisés en devises ¹.

¹ Les calculs sont décrits dans l'encadré.

À l'inverse, l'effet de l'évolution des cours de bourse est évalué à 44,9 milliards d'euros et résulte de l'appréciation de la position créditrice en investissements directs, à hauteur de 71,5 milliards, partiellement compensée par un effet négatif sur la position débitrice en investissements de portefeuille, de – 26,6 milliards.

Position extérieure de la France (net)

	(montants en milliards d'euros)			
	2001	2002	2003	Variation 2003/2002
Investissements directs				
<i>En valeur comptable</i>	242,3	190,3	166,8	- 23,5
<i>En valeur de marché</i>	455,3	306,2	336,8	30,6
Investissements de portefeuille	- 302,1	- 184,5	- 208,8	- 24,3
Produits financiers dérivés	5,7	- 4,1	- 7,1	- 3,0
Autres investissements	- 52,5	- 51,1	- 72,2	- 21,1
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	- 2,8
Solde de la position extérieure				
Avec les investissements directs en valeur comptable	- 39,9	9,4	- 65,3	- 74,7
% du PIB	2,7	0,6	4,2	–
Avec les investissements directs en valeur de marché	173,1	125,3	104,7	- 20,6
% du PIB	11,7	8,2	6,7	–

**Mise en évidence des effets « change »
et « bourse » dans la position extérieure en 2003**

La position extérieure de la France évolue, entre deux périodes, à la fois en fonction de son besoin ou de sa capacité de financement, c'est-à-dire du solde de ses flux financiers nets vis-à-vis de l'étranger, mais également en fonction de l'appréciation ou de la dépréciation de ses créances et de ses dettes financières : ces gains ou pertes de valeur proviennent à la fois de l'évolution du cours de change de l'euro vis-à-vis des autres devises, des variations de cours de bourse et des gains ou pertes en capital.

Pour les investissements directs et les investissements de portefeuille, l'impact des effets de valorisation est évalué en utilisant des indices fournis par les comptes nationaux. Ceux-ci combinant à la fois l'effet « change » et l'effet « bourse », nous présentons une décomposition de ces deux effets.

Ainsi, le tableau ci-dessous présente, pour la première fois, les résultats d'une estimation :

- des effets dus aux variations de change, d'une part,
- des effets de l'évolution des cours des principales bourses françaises et étrangères, d'autre part,

sur les prix des actifs et des passifs financiers de la position extérieure en 2003.

La décomposition des effets de change et de bourse ne prend pas en compte l'éventuelle interaction entre mouvement du taux de change et mouvement du cours relatif des bourses. Sans dépréciation du dollar des États-Unis en 2003, le gain relatif de l'indice boursier américain par rapport à l'indice français aurait été vraisemblablement plus faible. Dans nos calculs, à taux de change stable, les évolutions des indices boursiers sont les évolutions observées.

Évolution de la position extérieure de la France

avec estimation des investissements directs en valeur de marché

(montants en milliards d'euros)

	Stocks à fin 2002 (a)	Flux de balance des paiements 2003 (a)	Variations dues aux cours de change	Variations dues aux cours de bourse	Stocks à fin 2003
Investissements directs	306,2	9,1	- 50,0	71,5	336,8
Français à l'étranger	815,5	50,8	- 50,0	113,3	929,6
Étrangers en France	- 509,4	- 41,6	0,0	- 41,8	- 592,7
Investissements de portefeuille	- 184,5	9,3	- 7,0	- 26,6	- 208,8
Titres étrangers	840,0	130,7	- 14,8	33,2	989,1
Titres français	- 1 024,5	- 121,4	7,8	- 59,8	- 1 197,9
Produits financiers dérivés (net)	- 4,0	6,1	- 9,1	0,0	- 7,1
Autres investissements (hors avoirs de réserve)	- 51,1	- 24,2	3,2	0,0	- 72,2
Avoirs de réserve (b)	58,8	2,2	5,0	nd	56,0
Solde position extérieure	125,3	2,4	- 67,9	44,9	104,7

(a) En signe de position :

- sans signe : augmentation des créances ou diminution des engagements
- signe (-) : diminution des créances ou augmentation des engagements

(b) Le montant global est affecté par convention aux variations dues aux cours de change.

2. Une évolution divergente des positions nettes des investissements directs selon la méthode de valorisation

2.1. Progression des stocks plus forte en valeur de marché qu'en valeur comptable

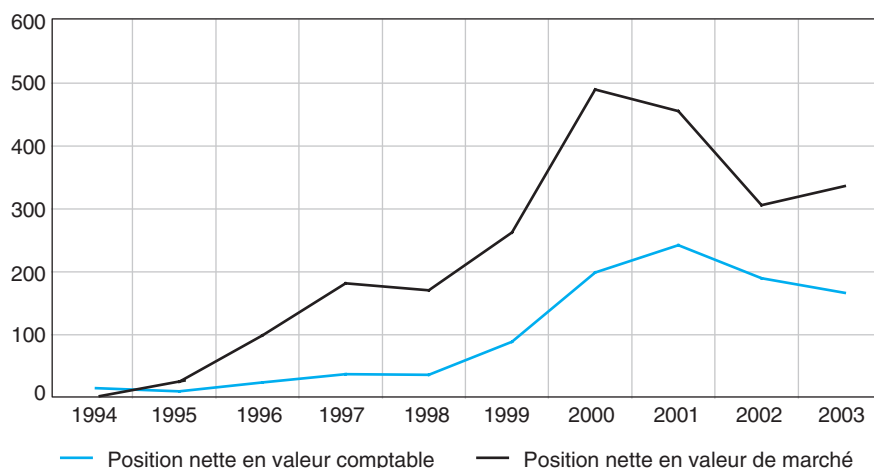
Le stock d'investissements directs français à l'étranger s'accroît à fin 2003 très légèrement, de 2,2 %, après - 3,2 % en 2002, s'élevant en valeur comptable à 571,3 milliards d'euros à fin 2003. En effet, la dépréciation des principales devises par rapport à l'euro a largement minoré la progression des stocks d'investissements directs français à l'étranger, dont 58 % des capitaux propres et 24 % des prêts entre affiliés sont libellés en devises.

En revanche, les investissements directs étrangers en France sont essentiellement libellés en euros. Seulement 12 % des autres opérations, soit moins de 5 % du stock total, sont exprimés en devises : au total, les investissements directs étrangers en France progressent de 9,7 % en 2003, à 404,5 milliards d'euros.

Au total, pour la deuxième année consécutive, la position nette des investissements directs en valeur comptable connaît une baisse importante de 12,4 %, après - 21,5 % en 2002, s'établissant à 166,8 milliards d'euros à fin 2003, soit un peu plus de 10 % du PIB.

Positions nettes des investissements directs

(en milliards d'euros)



À l'inverse, la position nette des investissements directs en valeur de marché s'accroît de 10 %, à 336,8 milliards d'euros.

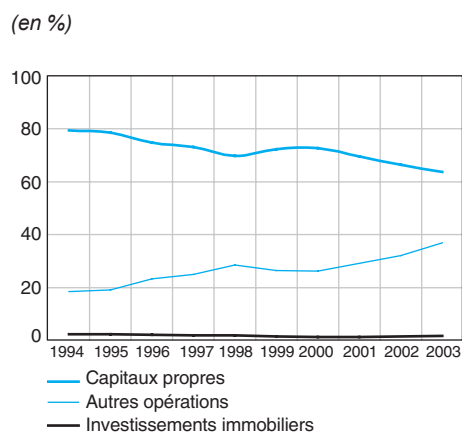
Le stock d'investissements directs français à l'étranger en valeur de marché augmente de 114,1 milliards d'euros par rapport à fin 2002 (+ 14,0 %) ; dans le même temps, le stock d'investissements directs étrangers en France progresse de 83,3 milliards d'euros sur un an (+ 16,4 %).

2.2. Part croissante des prêts entre affiliés

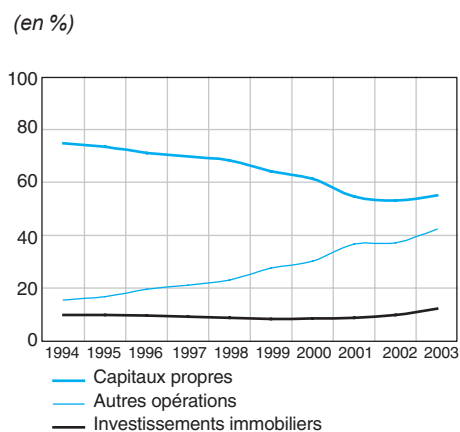
En 2003, la part des prêts entre affiliés continue de croître rapidement, quel que soit le sens de l'opération. En effet, elle a augmenté de, respectivement, 15,1 % et 14,0 % s'agissant des investissements directs français à l'étranger et des étrangers en France. Ainsi, depuis dix ans, elle a doublé et avoisine 40 % du total du stock d'investissements directs.

Par ailleurs, du côté des investissements étrangers en France, la part des capitaux propres, en dépit d'une légère reprise en 2003, est désormais proche de celle des prêts entre affiliés. Ainsi, les opérations d'investissements directs en France passent principalement par la mise en place de financements effectués par des maisons mères étrangères auprès de leurs filiales françaises, afin que celles-ci réalisent elles-mêmes la prise de participation.

Structure des investissements directs français à l'étranger
En valeur comptable



Structure des investissements directs étrangers en France
En valeur comptable



En outre, les stocks de capitaux propres évoluent différemment selon le sens de l'opération. Les investissements directs français à l'étranger, composés de capitaux propres, diminuent de 4,2 % en 2003 et de 11,6 % sur deux ans, s'établissant à 356 milliards d'euros, alors que, du côté des investissements directs étrangers en France, la part investie en capitaux propres augmente de 3,8 %, à 203,4 milliards.

2.3. Forte augmentation des investissements immobiliers en France

Les investissements immobiliers effectués par les étrangers en France continuent d'être particulièrement dynamiques : le stock progresse de 25,8 % en 2003, après 23,5 % en 2002, et représente une part croissante des investissements étrangers en France (11,1 % en 2003, après 9,7 %). En revanche, les investissements immobiliers des français à l'étranger restent très modestes (1,7 % du total), bien que les stocks connaissent une progression significative (11,9 %).

Stocks des investissements directs en valeur comptable

	<i>(montants en milliards d'euros)</i>			
	2001	2002	2003	Variation 2003/2002
Investissements directs français				
à l'étranger	577,4	558,9	571,3	12,4
Capitaux propres	402,5	371,7	356,0	- 15,7
Autres opérations	167,8	178,8	205,9	27,1
Investissements immobiliers	7,1	8,4	9,4	1,0
Investissements directs étrangers				
en France	- 335,1	- 368,6	- 404,5	- 35,9
Capitaux propres	- 183,3	- 195,9	- 203,4	- 7,5
Autres opérations	- 122,9	- 137,0	- 156,2	- 19,2
Investissements immobiliers	- 28,9	- 35,7	- 44,9	- 9,2
Position des investissements directs	242,3	190,3	166,8	- 23,5

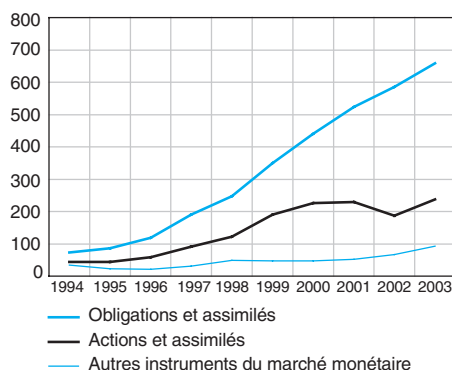
3. Dynamisme des investissements de portefeuille

À fin 2003, la position débitrice de la France vis-à-vis de l'étranger pour les investissements de portefeuille s'est accentuée. Ses engagements nets s'établissent à 208,8 milliards d'euros, après une baisse en 2002 (à 184,5 milliards), sans toutefois retrouver le niveau de 2001 (302,1 milliards).

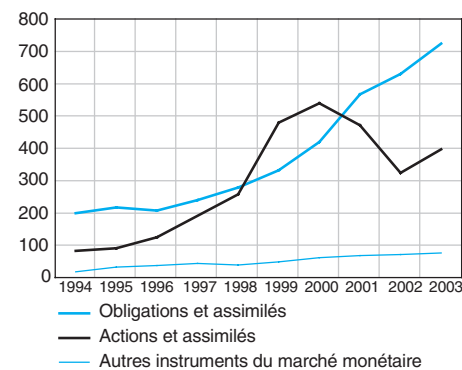
La progression du stock de titres français détenus par les non-résidents (173,4 milliards d'euros) a été plus marquée que celle du stock de titres étrangers détenus par les résidents (149,1 milliards). Les effets cumulés de l'appréciation de l'euro et des marchés boursiers internationaux ont conduit à accroître la position nette débitrice de 33,6 milliards d'euros. Cette évolution n'a été que partiellement compensée par les flux nets de balance des paiements, à hauteur de 9,3 milliards d'euros (cf. encadré).

**Titres étrangers détenus
par les résidents
ventilés par natures d'instruments**

(en milliards d'euros)


**Titres français détenus
par les non-résidents
ventilés par natures d'instruments**

(en milliards d'euros)



3.1. Progression continue des portefeuilles des résidents en titres étrangers

Les créances des résidents en titres étrangers ont progressé de 17,8 % en 2003, à 989,1 milliards d'euros, contre 839,9 milliards en 2002, confirmant la tendance observée depuis plusieurs années.

Le stock d'actions, hors titres d'OPVCM, a augmenté de 44,6 milliards d'euros, soit + 30,7 % d'une année à l'autre, grâce à des achats par les résidents, pour 23,7 milliards, et à la hausse des cours sur les marchés financiers internationaux, pour 20,9 milliards. Au total, les effets cumulés du change et des cours de bourse sur la valeur du stock d'actions étrangères détenues par les résidents peuvent être estimés à 14 %.

Toutefois, la catégorie d'instruments la plus importante détenue par les résidents demeure les obligations et assimilés, dont les stocks ont progressé de 12,5 % en 2003, après 11,6 % en 2002, pour s'établir à 658,1 milliards d'euros en fin d'année. La structure du portefeuille des résidents en valeurs étrangères se décompose ainsi : 66,5 % en obligations et assimilées, 24 % en actions et parts d'OPCVM et 9,5 % en instruments du marché monétaire.

3.2. Niveau record des acquisitions nettes d'obligations françaises par les non-résidents et retour sur les actions françaises

Le portefeuille des non-résidents en titres français a progressé de 16,9 % en 2003, s'établissant à 1 197,9 milliards d'euros, contre 1 024,5 milliards à fin 2002.

Comme l'indique l'encadré, la hausse des cours des valeurs françaises contribue pour 59,8 milliards d'euros à l'augmentation de la valeur du portefeuille des non-résidents en titres français. *A contrario*, l'impact de l'appréciation de l'euro face aux principales devises est évalué à - 7,8 milliards d'euros et porte uniquement sur les obligations émises à l'international.

La hausse du portefeuille est d'abord liée à l'accroissement du stock d'obligations (94,7 milliards d'euros). Les non-résidents ont, en effet, effectué des achats records de 102,6 milliards d'euros en 2003, en liaison notamment avec des conditions de marché particulièrement favorables : le niveau des taux d'intérêt a incité les grands émetteurs privés à revenir sur le marché primaire et l'offre des titres d'État a été abondante. Globalement, les non-résidents ont augmenté leur part en titres d'État et détiennent, désormais, 42 % de la dette publique négociable (+ 2 points en 2003). Le taux de détention varie assez fortement selon le type d'instrument : 61 % pour les BTAN, 51 % pour les BTF et 35 % pour les OAT.

La hausse du stock d'actions (hors titres d'OPCVM) détenues par les non-résidents est importante en 2003. Elle s'élève à 65,5 milliards d'euros (+ 22,2 %) et résulte essentiellement de la hausse des cours. En effet, les non-résidents ont effectué des achats nets, à hauteur de 7,6 milliards d'euros, alors que, en 2002, ils avaient réalisé des ventes, pour 11,5 milliards.

Globalement, les parts des obligations et assimilés, des actions (et titres d'OPCVM) et des instruments du marché monétaire au sein du portefeuille détenu par les non-résidents restent stables en 2003, à hauteur de, respectivement, 60,4 %, 33,2 % et 6,4 %.

Stocks des investissements de portefeuille par natures d'instruments

	(montants en milliards d'euros)			
	2001	2002	2003	Variation 2003/2002
Résidents sur titres étrangers	806,0	840,0	989,1	149,1
Actions et titres d'OPCVM	228,9	187,7	237,7	50,0
<i>Actions</i>	193,1	145,4	190,0	44,6
<i>Titres d'OPCVM</i>	35,8	42,3	47,7	5,4
Titres de dette à plus d'un an	524,4	585,2	658,1	72,9
<i>Obligations</i>	359,2	394,0	448,3	54,2
<i>Autres (EMTN...)</i>	165,2	191,1	209,8	18,7
Titres de dette à moins d'un an	52,7	67,1	93,2	26,1
<i>Bons du Trésor à moins d'un an</i>	8,1	8,8	10,1	1,3
<i>Autres instruments du marché monétaire</i>	44,6	58,3	83,1	24,8
Non-résidents sur titres français	- 1 108,1	- 1 024,5	- 1 197,9	- 173,4
Actions et titres d'OPCVM	- 472,0	- 323,4	- 397,6	- 74,2
<i>Actions</i>	- 448,0	- 294,5	- 360,0	- 65,5
<i>Titres d'OPCVM</i>	- 24,0	- 28,9	- 37,6	- 8,7
Titres de dette à plus d'un an	- 567,3	- 629,4	- 724,1	- 94,7
<i>OAT</i>	- 145,9	- 173,8	- 197,2	- 23,4
<i>BTAN</i>	- 89,7	- 97,6	- 105,1	- 7,5
<i>Autres (BMTN, EMTN...)</i>	- 331,7	- 358,0	- 421,8	- 63,8
Titres de dette à moins d'un an	- 68,8	- 71,7	- 76,2	- 4,5
<i>Bons du Trésor à moins d'un an</i>	- 32,0	- 45,8	- 56,0	- 10,2
<i>Autres instruments du marché monétaire</i>	- 36,8	- 25,9	- 20,2	5,7
Position-titres	- 302,1	- 184,5	- 208,8	- 24,3

4. Accroissement de la position débitrice sur les « autres investissements » (dépôts-crédits)

En 2003, le solde débiteur de la position des « autres investissements » s'accroît assez fortement. En effet, il s'établit à – 72,2 milliards d'euros, contre – 51,1 milliards en 2002.

L'évolution du solde résulte essentiellement de l'accroissement des engagements nets des institutions financières monétaires (IFM), passés de – 114,9 milliards d'euros en décembre 2002 à – 131,6 milliards en décembre 2003. La position nette emprunteuse des IFM est à mettre en regard de leurs achats importants de titres étrangers, qui représentent près de la moitié des achats totaux.

La position relative aux opérations de dépôts et de prêts des « autres secteurs »² évolue peu en 2003 : elle représente un solde créditeur de 10 milliards d'euros, après 9,5 milliards en 2002. La stabilité relative du solde reflète toutefois des comportements opposés au sein de ce secteur : ainsi, les institutions financières « non monétaires », constituées notamment des entreprises d'investissement, ont — comme les IFM — augmenté leur position emprunteuse vis-à-vis de l'étranger, de 4,4 milliards d'euros. À l'inverse, les entreprises industrielles et commerciales ont effectué des remboursements nets de leurs engagements vis-à-vis de non-résidents (1,3 milliards d'euros) et ont simultanément procédé à des placements à l'étranger (6 milliards).

Ventilation par secteurs des « autres investissements »

	<i>(montants en milliards d'euros)</i>			
	2001	2002	2003	Variation 2003/2002
Créances	732,3	737,2	707,6	- 29,6
Autorités monétaires	31,7	35,6	34,6	- 1,0
Administrations publiques	29,8	27,9	29,0	1,1
Institutions financières monétaires	514,2	516,4	491,6	- 24,8
Autres secteurs	156,6	157,3	152,4	- 4,9
Engagements	- 784,8	- 788,3	- 779,8	8,5
Autorités monétaires	- 3,8	- 2,1	- 3,5	- 1,4
Administrations publiques	- 19,3	- 19,5	- 18,8	0,7
Institutions financières monétaires	- 622,1	- 631,3	- 623,2	8,1
Autres secteurs	- 139,6	- 135,4	- 134,3	1,1
Position des « autres investissements »	- 52,5	- 51,1	- 72,2	- 21,1

² C'est-à-dire des entreprises, des entreprises d'investissement, des OPCVM non monétaires, des assurances, des entreprises industrielles et commerciales et des ménages